



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a  
Hernán Jiménez A.  
Tel. (56) 22433 5200  
hernan.jimenez@humphreys.cl

## **BTG Pactual Renta Comercial Fondo de Inversión**

**Mayo 2019**

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 22433 5200 – Fax 22433 5201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	AA
Tendencia	Estable
Otros instrumentos	No hay
EEFF base	31 de marzo de 2019

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº 902 11.07.18
Serie A (BFIRC-A)	Primera emisión
Serie B (BFIRC-B)	Primera emisión

Estado de Situación Financiera, IFRS					
M\$	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Activos Corrientes</b>	1.161.940	323.466	31.230	3.009.722	73.891.425
<b>Activos No Corrientes</b>	124.541.681	141.580.707	147.956.579	243.600.698	320.404.783
<b>Total Activos</b>	<b>125.703.621</b>	<b>141.904.173</b>	<b>147.987.809</b>	<b>246.610.420</b>	<b>394.296.208</b>
<b>Pasivos Corrientes</b>	3.799.202	116.760	1.391.874	3.720.497	13.351.423
<b>Pasivos No Corrientes</b>	0	0	0	0	68.628.225
<b>Total Pasivos</b>	<b>3.799.202</b>	<b>116.760</b>	<b>1.391.874</b>	<b>3.720.497</b>	<b>81.979.648</b>
<b>Patrimonio Neto</b>	121.904.419	141.787.413	146.595.935	242.889.923	312.316.560
<b>Total Pasivos y Patrimonio Neto</b>	<b>125.703.621</b>	<b>141.904.173</b>	<b>147.987.809</b>	<b>246.610.420</b>	<b>394.296.208</b>

Estado de Resultados por Función, IFRS					
M\$	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Ingresos</b>	6.253.418	22.815.109	11.157.532	43.684.351	63.372.393
<b>Gastos de operación</b>	-3.881.298	-1.344.305	-2.285.245	-2.107.911	-10.448.961
<b>Resultado operacional</b>	<b>2.372.120</b>	<b>21.470.804</b>	<b>8.872.287</b>	<b>41.576.440</b>	<b>51.883.432</b>
<b>Costos financieros</b>	0	0	0	-35.480	743.731
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>2.372.120</b>	<b>21.470.804</b>	<b>8.872.287</b>	<b>41.540.960</b>	<b>51.139.701</b>

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

**BTG Pactual Renta Comercial Fondo de Inversión<sup>1</sup> (BTG Renta Comercial)** es un fondo administrado por BTG Pactual Chile S.A. Administradora General de Fondos y constituido con el propósito, según señala su reglamento interno, de invertir en todo tipo de negocios inmobiliarios destinados a la renta, principalmente en Chile, Perú y Colombia, a través de la inversión en acciones de sociedades anónimas cerradas o sociedades por acciones que inviertan en dichos negocios. Si bien el reglamento permite invertir en Chile, Colombia o Perú, en la práctica sólo mantiene exposición en el mercado nacional. Estas inversiones deben representar al menos el 70% del valor de los activos.

A 31 de diciembre de 2018, el fondo, en términos consolidados<sup>2</sup>, mantenía activos valorizados en aproximadamente US\$ 1.122 millones (según última valorización independiente<sup>3</sup>), con activos subyacentes que representan alrededor de 356 mil metros cuadrados, orientados básicamente al arriendo de oficinas, locales comerciales, bodegajes y estacionamientos. La deuda consolidada del fondo, incluyendo aquella asociada a los vehículos de inversión, ascendía a cerca de US\$ 413 millones.

Dentro de los principales fundamentos que sustentan la clasificación en “*Categoría AA*” de los títulos de deuda de **BTG Renta Comercial** destaca la elevada relación existente entre el valor económico de los activos y el saldo insoluto de la deuda, ambos en términos consolidados. Todo ello sumado a que los inmuebles con rentas, dado la estabilidad de sus flujos, facilitan la obtención de financiamiento y con ello la posibilidad de administrar la duración efectiva de los pasivos (vía refinanciamiento), sin descartar que se trata de activos susceptibles de vender o de efectuar operaciones de *leasback*, entre otras.

Considerando la última adquisición de activos inmobiliarios por parte de **BTG Renta Comercial**, se observa que el Indicador de Cobertura Global de la deuda alcanza un valor de 2,37 veces para 2018<sup>4</sup>, razón compatible con la categoría de riesgo asignada, en especial si se considera que la operación contribuye a mejorar la diversificación del portafolio de activos.

En efecto, en opinión de **Humphreys**, el valor de mercado de los activos subyacentes del fondo—a través de una valorización independiente realizada por el fondo—ascendió a UF 28,3 millones a diciembre de 2018, lo que se contrasta con una deuda financiera cercana a los UF 10,4 millones. Todo lo anterior indica que ante

<sup>1</sup> Anteriormente denominado BTG Pactual Rentas Inmobiliarias II Fondo de Inversión

<sup>2</sup> Contablemente el fondo no consolida sus vehículos de inversión; no obstante, es quien recibe los beneficios de los mismos (como administrador por cuenta de los aportantes).

<sup>3</sup> Valorización de Mario Corbo Asociados. Conversión utilizando tipo de cambio y unidad de fomento al 31 de diciembre de 2018

<sup>4</sup> Si bien al momento de la clasificación inicial de la línea este indicador registraba un valor de 2,60 la disminución se atribuye al mayor endeudamiento tras la compra de nuevos activos al fondo.

caídas abruptas en el valor de los inmuebles se mantendría el acceso a financiamiento del fondo (aunque posiblemente, en casos de crisis, a tasas más elevadas que las ahora vigentes). La alternativa de liquidez de estos activos se refuerza por la existencia de un mercado, básicamente compañías de seguros de vida, con propensión a inversiones de largo plazo (lo cual no excluye el financiamiento de bancos, securitización u operaciones con otros fondos).

Dentro de los principales riesgos del fondo figuran eventuales caídas abruptas y relativamente permanentes en el valor de los arriendos y/o incrementos de magnitud en los niveles de vacancia, en particular para un horizonte superior a cinco años (ya que se estima menos probables para un período de tres a cuatro años). En todo caso, se estima que se trata de riesgo adecuadamente acotado, dado las características propias del fondo.

En opinión de la clasificadora, la estructura y características de los inmuebles de propiedad del fondo, así como las de sus arrendatarios, mitigan el riesgo de una baja sustancial en sus ingresos y, por ende, de un debilitamiento de la solidez patrimonial. En efecto, de acuerdo con la información disponible, el arrendatario más relevante representa en torno a un 7% de los ingresos y los diez principales alrededor de un 32%, con el considerando que la mayoría de ellos dispone de una solvencia elevada. De esta forma, ponderado por la importancia relativa de los ingresos, un 67% de los diez principales clientes mantiene *rating* superior a categoría AA- (en cuanto a los que no cuentan con clasificación de riesgo es posible presumir, a lo menos, una aceptable capacidad de pago). Otra forma de reflejar el bajo riesgo de los arrendatarios es señalar que los dos más relevantes, equivalentes al 13% de los ingresos, presentan calificación de riesgo AA- o superior, mientras que la importancia individual del resto no supera un 2,9% de los ingresos, con excepción del tercero.

Otro elemento favorable para la clasificación asignada dice relación con el hecho que las inversiones del fondo se distribuyen en más de 30 complejos inmobiliarios, entendiendo por ellos edificios y/o centros comerciales diferenciados, no representando ninguno de ellos más de un 12% de los metros cuadrados disponibles para arriendo. Estos centros inmobiliarios se distribuyen en 14 comunas, una de las cuales se ubica en la Región del Bío-Bío (Concepción) y las restantes en la Región Metropolitana. Respecto de estas últimas, si bien cerca de un 44% de los metros cuadrados ofrecidos se concentra en Las Condes y un 19% en Santiago centro, un 37% presenta una adecuada atomización por comuna.

La clasificación de riesgo, además, recoge como elementos favorables el vencimiento de los contratos, repartido en un período superior a los 15 años, lo cual reduce el impacto de las renegociaciones en años de bajo crecimiento económico o de exceso de oferta en el mercado inmobiliario. Se agrega el hecho que alrededor de un 16% de los contratos tienen vigencias por sobre el año 2037 o más, lo cual entrega estabilidad a los flujos de ingresos, y que cerca de un 22% vence entre 2018 y 2019, lo que aumenta la probabilidad de que los nuevos contratos mantengan condiciones similares a los actuales.

También se califica como positivo la claridad de los objetivos declarados en el reglamento interno del fondo, lo cual evita interpretaciones de este y entrega mayor seguridad en cuanto a que se mantendrá el perfil de riesgo de las inversiones. Por último, existe un adecuado control y gestión de los inmuebles, que se refleja en niveles de mora y de vacancia aceptables, todo lo cual entrega una mayor probabilidad de que se mantenga en el tiempo el valor económico de los activos.

En contraposición, la clasificación de riesgo se ve limitada por cuanto los vencimientos del bono no están calzados con el perfil de ingresos del fondo y, por otro lado, existen pasivos tomados por los vehículos de inversión, con garantías hipotecarias, que en los hechos tienen preferencia en relación con el título de deuda. Sin perjuicio de lo anterior, existen mitigantes para estos riesgos, tanto por lo expuesto en los párrafos anteriores como por los *covenants* de protección para los bonistas.

Se debe añadir que los inmuebles mantienen contratos que protegen el valor de los activos ante incendios y terremotos, entre otros posibles siniestros, lo que compensa los eventuales menores ingresos (pérdida por paralización).

## Definición categoría de riesgo

### Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Antecedentes generales

### Características del fondo

El fondo **BTG Renta Comercial** es un fondo de inversión no rescatable dirigido al público en general. Inició sus operaciones el 8 de septiembre de 2011 con el objetivo de invertir en todo tipo de negocios inmobiliarios destinados a la renta, principalmente en Chile, Perú y Colombia, a través de la inversión en acciones de sociedades anónimas cerradas o sociedades por acciones que inviertan en dichos negocios. El plazo de vencimiento del fondo está programado para el año 2025.

El fondo se fusionó por incorporación con BTG Pactual Rentas Inmobiliarias Fondo de Inversión, adquiriendo todos los activos y pasivos y aumentando su patrimonio tras la asamblea extraordinaria del 13 de septiembre de 2017, materializándose el 23 de octubre del mismo año.

**BTG Renta Comercial** es administrado por BTG Pactual Chile, entidad perteneciente al grupo brasileño del mismo nombre y una de las principales instituciones financieras de América Latina. A diciembre de 2018 la propiedad de BTG Pactual Chile se componía como se muestra en la Tabla 1.

Tabla 1: Accionistas BTG Pactual Chile AGF

Nombre Accionista	N° Acciones	% de propiedad
Banco BTG Pactual Chile	21.127	99,98%
BTG Pactual Chile Servicios Financieros S.A.	5	0,02%
<b>Total</b>	<b>21.132</b>	<b>100,00%</b>

Según información otorgada por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) al 31 de diciembre de 2018 BTG Pactual AGF administraba 20 fondos mutuos y 22 fondos de inversión.

Para lograr su objetivo, **BTG Renta Comercial** deberá mantener al menos un 70% de sus activos en los instrumentos inmobiliarios.

La política de inversiones estipulada en el reglamento interno permite y/u obliga a lo siguiente:

- Invertir a lo menos un 70% del activo total del fondo, como límite global, en los siguientes activos:
  - Acciones, cuotas de fondos de inversión privados, bonos, efectos de comercio y otros títulos de deuda, cuya emisión no haya sido registrado en la CMF y que cuente con estados financieros anuales auditados.
  - Acciones, bonos, efectos de comercio u otros títulos de deuda de entidades emisoras extranjeras, cuya emisión no haya sido registrada como valor de oferta pública en el extranjero, siempre que la entidad emisora cuente con estados financieros dictaminados por auditores externos de reconocido prestigio.
  - Mutuos hipotecarios endosables del artículo 69 número 7 de la Ley General de Bancos y otros otorgados por entidades autorizadas por ley, pudiendo otorgarse también con recursos del propio fondo.
- Invertir hasta un 30% del activo total del fondo, como límite global, en los siguientes activos:
  - Títulos emitidos por la Tesorería General de la República, por el Banco Central de Chile o que cuenten con garantía estatal por el 100% de su valor hasta su total extinción.
  - Depósitos a plazo u otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras o garantizadas por éstas.

- Letras de crédito emitidas por bancos e instituciones financieras.
- Cuotas de fondos mutuos nacionales y extranjeros, respecto de los cuales no se exigirán límites de inversión ni diversificación.
- El fondo puede constituir todo tipo de sociedades, tanto en Chile como en el extranjero, en cuyos estatutos deberá establecerse que sus estados financieros anuales serán dictaminados por auditores externos registrados en la CMF, para las sociedades chilenas, y por auditores de reconocido prestigio, en el caso de sociedades extranjeras.

## Análisis financiero

### Índice de Cobertura Global (ICG)

El indicador de Cobertura Global es calculado como la relación entre el valor presente del NOI proyectado para el periodo de vigencia de la deuda, descontado a la tasa de interés de esta, y el valor de la deuda financiera del fondo sin considerar el valor de liquidación de los activos. Así, el indicador muestra una relación mayor a uno, por lo que se presume que no debiera presentar problemas para dar cumplimiento de sus pasivos financieros (bajo el supuesto de un adecuado calce entre los flujos e, incluso, bajo la presunción altamente improbable que los activos se depreciaran totalmente).

**BTG Renta Comercial** a diciembre de 2018 presentaba una relación de 2,4 (como se puede apreciar en la Ilustración 1), lo que significa que el valor actual de los flujos que generaría el fondo más que duplican el valor actual de la deuda.

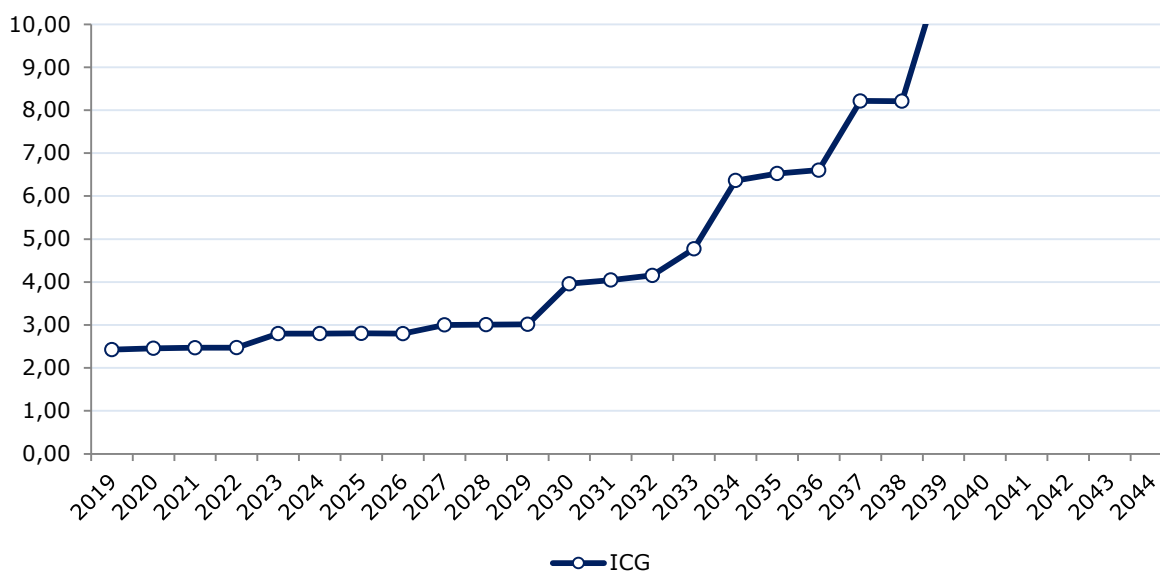


Ilustración 1: Índice de Cobertura Global de la Deuda

## Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda (RCSD)

La Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda (RCSD), que muestra para cada periodo cuán holgado es el NOI generado por el fondo en relación con el vencimiento de los pasivos, indica que por lo general se cuenta con la capacidad de hacer frente a los compromisos financieros adquiridos. Tan solo en dos periodos, el indicador (como se puede apreciar en la Ilustración 2) se encuentra por debajo de la unidad. A pesar de lo anterior, durante los años previos el fondo genera excedentes que, de ser acumulados, tendrían la capacidad para cubrir esas obligaciones, debido a que generaría más NOI que el servicio de la deuda a servir (ello al margen de que la calidad de los activos permitiría el refinanciamiento total o parcial de los vencimientos).



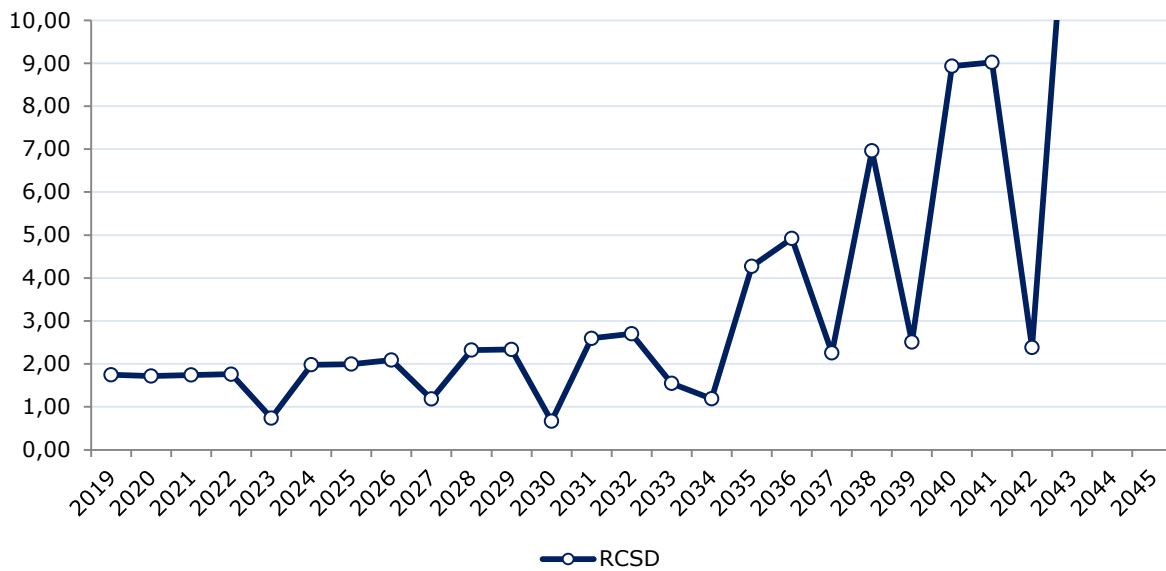


Ilustración 2: Razón de Cobertura de Servicio de Deuda

## Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, ha mostrado un comportamiento relativamente estable, moviéndose entre tres y cuatro veces durante los últimos cinco años. A diciembre de 2018 el indicador global de las filiales llegó a 3,04 veces (Ilustración 3).

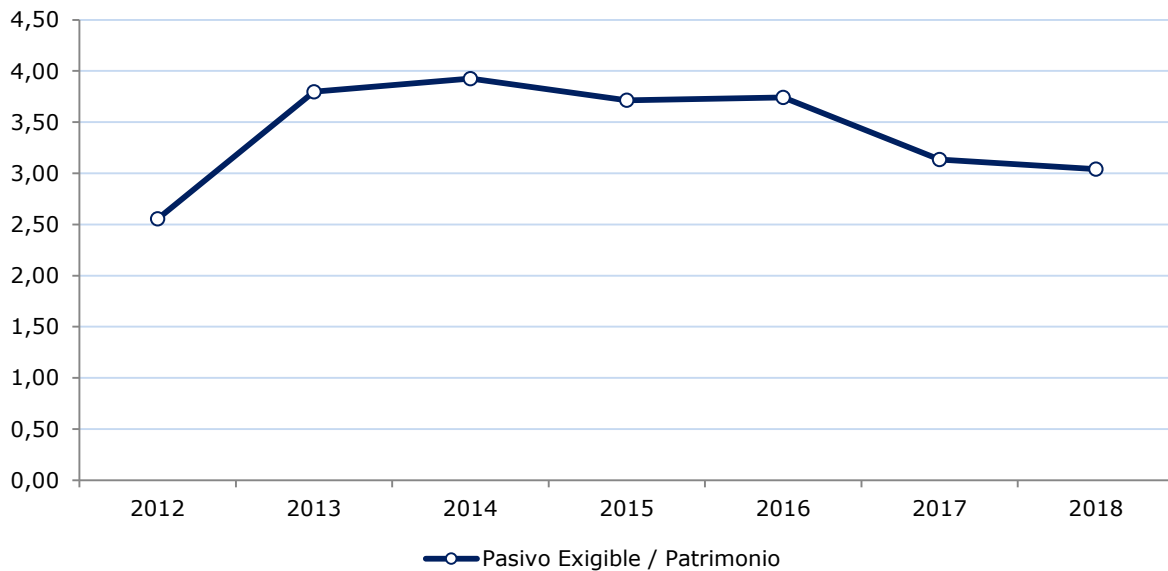


Ilustración 3: Razón de endeudamiento

## Liquidez

La liquidez de **BTG Renta Comercial** siempre ha estado alrededor de la unidad, llegando a un mínimo de 0,53 veces en el año 2014 y a un máximo de 1,50 veces al cierre de 2017 mientras que a diciembre de 2018 registró un indicador de 1,18 veces. El comportamiento que ha tenido este indicador se presenta en la Ilustración 4.

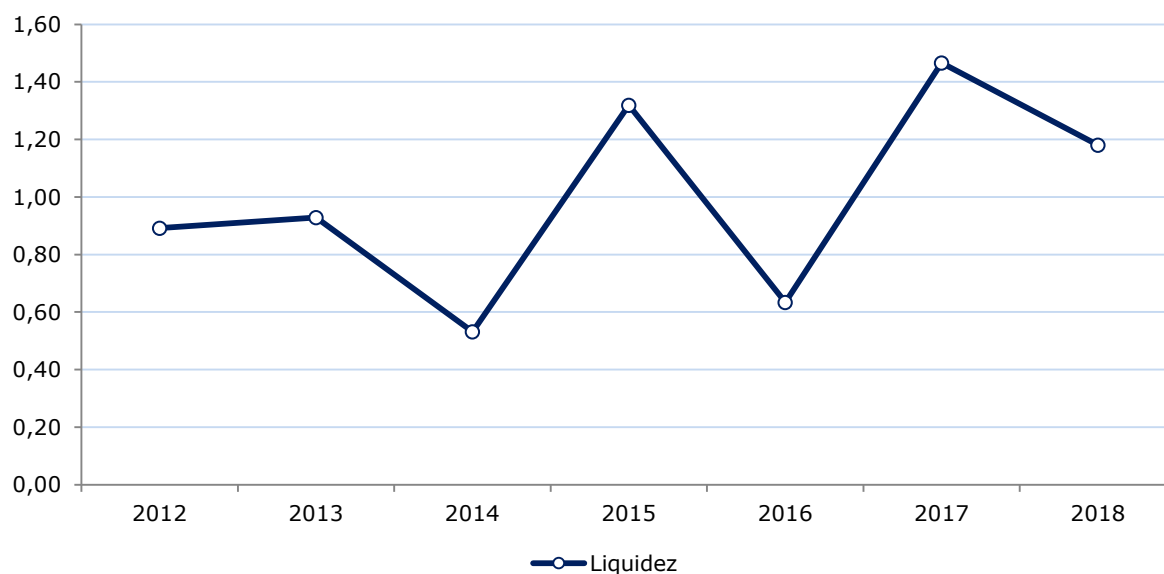


Ilustración 4: Razón de liquidez

## Características de los instrumentos vigentes

<b>Covenants financieros</b>		
<b>Covenant</b>	<b>Límite</b>	<b>dic.-18</b>
Activos de inversión / Deuda Financiera Neta Consolidada	Mayor o igual a 1,5 veces	2,39
(Ingresos recurrentes del emisor – Gastos recurrentes del emisor) / Costos Financieros del emisor	Mayor o igual a 2,5 veces	13,53
Activos inmobiliarios libres de gravámenes / Deuda Financiera Neta Consolidada sin garantías	Mayor o igual a 1,5 veces	NA

*“La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.”*

## Anexo 1

### Características de los activos del fondo

Propiedad	Tipo	Comuna	Superficie	Ocupancia
Edificio Alcántara Apoquindo	Oficinas	Las Condes	9.268	100%
Edificio CCU	Oficinas	Las Condes	6.026	100%
Edificio El Golf 2001	Oficinas	Las Condes	2.780	100%
Torres del Parque	Oficinas	Las Condes	22.831	93%
<b>Inmobiliaria Vitacura 2670 S.A.</b>			<b>40.904</b>	<b>96%</b>
Edificio Apoquindo 3039	Oficinas	Las Condes	10.041	65%
Edificio Coasin	Oficinas	Huechuraba	7.582	100%
Edificio Plaza Manquehue	Oficinas	Las Condes	15.080	89%
Edificio Rosario Norte 100	Oficinas	Las Condes	7.622	100%
Torre Amunátegui	Oficinas	Santiago	21.120	97%
Torre Huérfanos	Oficinas	Santiago	22.482	97%
<b>Inmobiliaria Rentas II SpA</b>			<b>83.927</b>	<b>92%</b>
<b>Total edificios de oficinas</b>			<b>124.831</b>	<b>94%</b>
Paseo Los Dominicos		Las Condes	24.473	93%
Paseo Los Trapenses		Lo Barnechea	16.186	97%
Strip Center (17)			66.736	90%
Stand Alone (22)			46.441	100%
<b>Total centros comerciales</b>			<b>153.836</b>	<b>94%</b>
Cargo Park	Centro de bodegaje	Quilicura	77.348	96%
<b>Total centros de bodegaje</b>			<b>77.348</b>	<b>96%</b>
Estacionamientos (2)		Las Condes	873	96%
<b>Total estacionamientos</b>			<b>873</b>	<b>96%</b>